

TESIS
823



Universidad del Salvador
Buenos Aires, Febrero de 2008

Facultad de Ciencias Sociales
Relaciones Internacionales

TESIS FINAL

Fusiones y Adquisiciones de Sociedades:



Caso AOL – Time Warner

¿Cuándo la mayor empresa de Internet se funde con la mayor empresa de comunicación, las posibilidades que se abren son infinitas?

Victoria Varau

DNI 28464031

Cel (155) 115-9389

Índice de Contenidos

Introducción:	3
Aspectos Teóricos de la Fusión y Adquisición de Sociedades:	6
Clasificación por su impacto económico:.....	9
Normas de Contabilidad Internacionales y Norte Americanas:	21
AOL Time Warner “¿Cuándo la mayor empresa de Internet se funde con la mayor empresa de comunicación, las posibilidades que se abren son infinitas?”.....	28
Razones de América Online para realizar la fusión:.....	30
Razones de Time Warner para realizar la fusión:.....	32
Bibliografía:	70
• Sitios de Internet:.....	71



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Introducción:

En los negocios existe una regla muy simple: crecer o morir. Compañías en etapa de crecimiento van a tomar margen de mercado de la competencia, van a crear beneficios económicos, y van a proveer margen de retorno de inversión a los accionistas. Aquellos que no crecen tienden a estancarse, perder clientes y margen de mercado, y destruyen el valor para los accionistas. Las fusiones y adquisiciones juegan un rol crítico en ambos lados del círculo –permitiéndole a las compañías fuertes a crecer más rápido que la competencia y proveyendo recompensas a los emprendedores por sus esfuerzos, y por el otro lado, asegurando a las compañías más débiles a ser absorbidas más rápido, o peor, las vuelve irrelevantes a través de la exclusión y de la erosión en marcha de la acción.

Las fusiones y adquisiciones son una parte vital de cualquier economía saludable y lo más importante, la principal manera en las compañías pueden proveer retorno de inversión a los propietarios o a los inversores. Este hecho, combinado con el potencial para retornos importantes, vuelven a las adquisiciones una manera interesante y atractiva para los emprendedores y los propietarios para capitalizarse con el valor creado en una campaña.

Empezar una compañía y venderla puede ser la forma más rápida de crear riqueza substantiva. Teniendo en cuenta que empezar una compañía exitosa es difícil, las ventajas económicas pueden ser sorprendentes. Una fusión o una adquisición son frecuentemente el final feliz del cuento escrito por emprendedores productivos y afortunados.

Las fusiones y adquisiciones han jugado varios roles en la historia corporativa, yendo desde la “codicia es buena” de invasores corporativos comprando compañías de manera hostil y fraccionándolas, hasta la tendencia de hoy en día de las fusiones y adquisiciones que son usadas para el crecimiento externo y la consolidación de la industria.

Durante los años `80, cerca de la mitad de las empresas de Estados Unidos fueron reestructuradas, más de 80.000 fueron adquiridas o fusionadas, y más de 700.000 entraron en bancarrota en función de reorganizarse y continuar operando. Los `80 fueron característicos por sus tácticas agresivas para ganar el control sobre los objetivos. Los `90 fueron igualmente dinámicos en términos de compañías evolucionando a través del upsizing y del crecimiento, downsizing, roll-ups, desposeimiento y consolidación, pero con un foco diferente de las sinergias operacionales, eficiencias de escala, incrementos en la base de los clientes, alianzas estratégicas, margen de mercado y acceso a nuevas tecnologías. Este periodo, sin embargo, llega a su fin con la caída de la burbuja tecnológica y la recesión global que le siguió.

La ola más reciente de fusiones y adquisiciones activamente vista desde el 2004 ha sido dirigida por un recupero macroeconómico más general y por varias tendencias claves.

Primero, muchas compañías tuvieron agotadores cortes de gastos y eficiencias operacionales como medios para incrementar las ganancias y posibilitar un crecimiento por encima de la línea que permita el margen de retorno para los accionistas. El incremento de la presión por crecer resalta la oportunidad de conseguir ese crecimiento por medio de las adquisiciones. Segundo, el mercado de las fusiones y adquisiciones ha sido soportado por el retorno de las ganancias corporativas y con ellas, se incrementa el valor de la acción. El incremento de las valuaciones ha permitido el apalancamiento de las monedas internas de las corporaciones para adquirir compañías target que están dispuestas a canjear sus acciones privadas no liquidas por acciones publicas de compañías rentables. Tercero, las tasas de interés han rondado históricas bajas, permitiendo a las distintas firmas a enterar en deudas costeadas efectivamente el financiamiento de la adquisición basado en su margen de crecimiento.

En el 2004 31,233 transacciones de negocios fueron anunciadas a nivel mundial, con un 9% de incremento por encima de los 28,702 anunciados en el 2003. Estas transacciones fueron valuadas en \$1.9 trillones de dólares estadounidenses, a un 39% de incremento sobre las transacciones valuadas en \$1.4 trillones del 2003. El mercado estadounidense registro 8,504 de estas 28,702 transacciones, valuadas en \$841 billones de dólares.

Además de lo anteriormente mencionado con respecto a las fuerzas macroeconómicas, muchas grandes industrias han registrado fuertes tendencias de consolidación, sobre todo en energía, servicios financieros y telecomunicaciones.

No existe transacción más complicada que una fusión o adquisición. La diversidad y complicada de las variables van desde la valuación y estructuración de un negocio hasta la carga impositiva y las leyes de seguridad que impliquen. Las industrias afectadas por esta rápida actividad son también diversas. Pareciera como si prácticamente todo ejecutivo de toda gran industria encarace una toma de decisión de compra o venta en algún punto de su carrera al mando de determinada compañía. De hecho, se estima que algunos ejecutivos se pasan tanto como un tercio de su tiempo considerando oportunidades de fusiones o adquisiciones y otras desiciones de reestructuración del negocio.

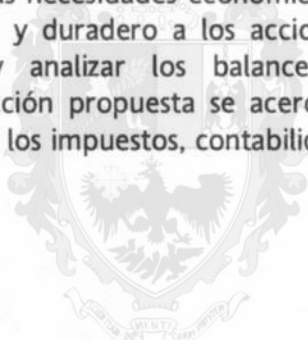
La intervención del Gobierno Federal en estas transacciones varía de administración en administración, dependiendo en los temas y preocupaciones del día. Durante la administración Reagan-Bush, el gobierno tomo un rol pasivo, permitiendo generalmente a las fuerzas del mercado a determinar cuando una transacción determinada podría llegar a generar un efecto anticompetencia. Durante los años de Clinton, los cuerpos regulatorios tomaron un acercamiento más proactivo, con una mayor intervención del Departamento de Justicia de Estados Unidos y la Comisión de Comercio Federal. La administración Bush, sin embargo, ha tomado un aproximamiento mas vago solo para tener a la Unión Europea tomando un rol más agresivo en la prevención potencial de fusiones anti-competencia.

Los recientes años han registrado un incremento significativo en la actividad de las fusiones y adquisiciones en las industrias que registran una alta tasa de crecimiento.

Muchos desarrollos reflejan un incremento en compradores estratégicos y un decrecimiento en el tamaño del apalancamiento, implicando que estos negocios estaban siendo realizados porque hacen sentido a ambas aportes, cosa que se diferencia en gran medida del alto apalancamiento y financiamiento que conducían a los negocios de mediados de los `80.

Pero las exitosas fusiones y adquisiciones no son ni un arte ni una ciencia sino un proceso. De hecho, análisis regresivos demuestran que el determinante número uno del múltiplo del negocio es la tasa de crecimiento de la empresa. A mayor tasa de crecimiento, mayor múltiplo de flujo de caja del negocio.

Un estudio de negocios que cierra satisfactoriamente con ambos, compradores y vendedores demuestra que el negocio sigue una secuencia, un patrón, una serie de pasos que han sido probados y testeados. Por ejemplo, cuando un negocio es valuado incorrectamente, un lado gana más mientras el otro pierde más. Por definición, una transacción fracasa si no crea valor para los accionistas y la manera más fácil de fracasar, justamente, es pagar un precio más alto. Para que sea exitosa una transacción tiene que ser justa y balanceada, reflejando las necesidades económicas de ambos, compradores y vendedores, y transmitir valor real y duradero a los accionistas de ambas compañías. Lograr esto implica examinar y analizar los balances financieros, un genuino entendimiento de cómo la transacción propuesta se acerca al objetivo económico de cada parte, y un reconocimiento de los impuestos, contabilidad e implicancias legales del negocio.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Aspectos Teóricos de la Fusión y Adquisición de Sociedades:

Después de muchos años de achique, recorte de gastos y crecimiento escaso, los distintos ejecutivos así como los también emprendedores empezaron a buscar formas más eficientes de incrementar los ingresos y ganar margen de mercado. Las opciones de crecimiento pueden ser orgánicas, inorgánicas o por mecanismos externos. Ejemplos de crecimiento orgánico son el contratar gente de ventas adicional, desarrollar nuevos productos o expandirse geográficamente. El ejemplo mas claro del crecimiento inorgánico es una adquisición de otra firma, generalmente realizada con el fin de ganar acceso a líneas de nuevos productos, segmentos de clientes o territorio geográfico. Finalmente, las oportunidades de crecimiento externo son los franchising, licencias, joint ventures, alianzas estratégicas y designación de distribuidores en el exterior.

- **Concepto de Fusión y Adquisición de Sociedades:**

Los términos fusión y adquisición son frecuentemente confundidos o utilizados intercambiándolos. Es importante entender que existe una gran diferencia conceptual entre ambos.

Fusión: Consiste en el acuerdo de dos o mas sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. Es un caso especial de disolución de sociedades mediante la cual una sociedad se extingue por la transmisión total de su patrimonio a otra sociedad preexistente o que se constituye, son las aportaciones de los patrimonios de dos o más sociedades que en ella se fusionan.

La fusión implica el traspaso de bienes, derechos y obligaciones de una o varias empresas, a otra que asume tales bienes, derechos y obligaciones, desapareciendo las primeras para dar lugar al nacimiento o fortalecimiento de otra empresa. Si una de las sociedades absorbe a los patrimonios de las demás se dice que ha ocurrido una fusión por **absorción**.

Adquisición: Cuando también se la puede controlar sin necesidad de mezclar los patrimonios de la vendedora y de la compradora, bastaría con apropiarse de la mayoría de las acciones de la misma; incluso a veces, sin tener la mayoría de las acciones se puede controlar la gestión de la empresa.

En principio, la distinción entre ambos términos puede no tener tanto sentido ya que los resultados netos de ambos casos es frecuentemente el mismo: dos compañías (o mas)

que poseen bienes por separado están ahora operando bajo el mismo techo, usualmente con el fin de obtener determinados objetivos estratégicos o financieros. Aunque así y todo, la estrategia, los impuestos e incluso el impacto cultural del negocio pueda ser muy diferente dependiendo del tipo de transacción. Una fusión típica se refiere a dos compañías que se unen (usualmente por medio del intercambio de acciones) volviéndose una. Una adquisición típica posee una compañía (la compradora) que compra la posesión de acciones mayoritaria (o no necesariamente) de la vendedora, con la forma de pago de efectivo, la garantía del comprador u otros bienes del vendedor. En una transacción de compra de acciones, las acciones del vendedor no son necesariamente combinadas con la compañía existente del comprador, pero frecuentemente se mantienen separadas por medio de una nueva subsidiaria o división de operación. En una transacción de bienes, los bienes del vendedor vendidos al comprador se vuelven bienes adicionales de la compañía del comprador, con la expectativa de que el valor de los bienes comprados excedan el precio pagado en el corto plazo, y por medio de eso un intercambio de valor de los accionistas como resultado de la estrategia o de los beneficios financieros de la transacción.

Comprar vs. Construir

En el centro de toda decisión acerca de fusionarse o adquirir existe una pregunta fundamental: se estaría mejor comprando una nueva capacidad, entrada de mercado, base de clientes, oportunidad de ingresos, etc. o intentando construirlo desde adentro? La dedicación de recursos financieros y humanos para organizar el crecimiento debe analizarse en el largo plazo y la creación de valor agregado a los accionistas de la compañía, pero puede resultar que requiera mas paciencia para conseguir estos objetivos que de alguna manera represente otras perdidas de oportunidades. La alocución de recursos a las fusiones y adquisiciones va a tender a desembolsar los logros de los objetivos de crecimiento, pero también incrementa el nivel de riesgo si los negocios no son estructurados y negociados correctamente. Las variables que una compañía en vía de crecimiento debe considerar en el dilema crecimiento orgánico (construir) vs. Fusiones y adquisiciones (comprar) incluyen:

- La competencia, fragmentación y armonía del mercado y la industria
- El acceso a y costo de capital
- Las capacidades específicas del management propio y de los equipos adversarios
- Las fortalezas y el crecimiento potencial del core de las propias capacidades
- La volatilidad y lealtad de los canales de distribución y la estructura de clientes
- El grado de velocidad y de escala de mercado que serian críticos en el negocio propio
- El grado en que la propia compañía opera en una industria regulada

Sinergia

Las fusiones y adquisiciones son una buena idea cuando el valor de mercado de la empresa combinada, es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente combinadas. Cuando el resultado es superior a la suma de las partes se ha producido un efecto sinérgico.

En el caso concreto de las adquisiciones hay sinergia cuando el valor actual de los flujos de caja supera al precio de compra de la empresa a adquirir.

La adquisición de una compañía con una línea de negocios distinta a la de la empresa adquirente difícilmente producirá dicho efecto (no quita que los directivos busquen un beneficio propio y no de los accionistas). Cuando la eficiencia comienza a descender, la empresa adquirente obtiene un rendimiento marginal inferior al requerido por el mercado con relación al riesgo sistemático del momento. Esto refleja una caída de la cotización de la acción, que tendrá un precio inferior al que se habría vendido de no llevarse a cabo la adquisición.

Prima

Si se adquiere un pequeño paquete de acciones de una empresa, esto no debería producir ninguna oscilación del precio de cotización; pero cuando el paquete es lo suficientemente grande como para influir en las decisiones de la empresa, el mercado exige un precio mayor por dicha toma de control. Esta cantidad adicional, denominada prima, se debe a la pretensión de hacerse cargo del control de la sociedad.

Sólo si es posible producir en la fusión un efecto sinérgico, se podrá compensar dicha prima consiguiendo que la operación produzca un rendimiento superior al señalado por el mercado de acuerdo con el riesgo sistemático. Es por eso que, cuanto más grande sea la prima, menor será la posibilidad de éxito.

• Tipos de Fusión de Sociedades:

La fusión de sociedades mercantiles se puede clasificar según:

Su impacto económico
Situación jurídica